

# Небольшие шаги

## Тонкое равновесие в развитии финансовых рынков малых стран: выигрыши с определенной долей реализма

Марк Стоун и Сейичи Шимицу

**Ф**ИНАНСОВЫЕ рынки в малых странах теоретически могут принести важные выгоды. К их числу относятся: более эффективная денежно-кредитная и налогово-бюджетная политика, большая степень передачи риска, увеличение корпоративного финансирования и усиление интеграции в мировую экономику. Но основы для анализа того, что требуется для развития финансовых рынков в малых странах, являются ограниченными, так как в межстрановых исследованиях до настоящего времени основное внимание уделялось развитию финансовых рынков в странах с развитой экономикой и странах с формирующимся рынком. Кроме того, меры политики, необходимые для развития финансовых рынков в малых странах, как правило, специфичны для каждой отдельной страны, так как малые страны существенно отличаются друг от друга (см. вставку).

В настоящей статье рассматривается этот аналитический разрыв и предлагаются меры политики, направленные на развитие «основных» финансовых рынков (валютного рынка, денежного рынка, рынка государственных ценных бумаг и фондового рынка) в малых странах. Эти рынки имеют существенное значение, так как они обеспечивают самый базовый уровень финансовых услуг. В настоящей статье также излагается последовательность шагов, которой могут придерживаться малые страны, хотя признается, что универсальный подход не эффективен для этих стран.

### Неемкие рынки

Финансовые рынки в малых странах обычно меньше по размерам и предоставляют более узкий набор услуг по сравнению с рынками в более крупных странах. Валютные рынки в малых странах характеризуются значительно меньшим оборотом по сравнению со странами с формирующимся рынком, и менее 50 процентов из них проводят форвардные операции (покупка или продажа валюты в будущем по заранее установленному обменному курсу). Денежные рынки являются узкими, и на большинстве из них преобладают межбанковские наличные операции «овернайт». Лишь в 25 процентах малых стран имеются вторичные рынки государственных ценных бумаг, достаточно развитые для того, чтобы привлекать к участию иностранные финансовые организации. Только в 40 процентах малых стран вообще существует фондовая биржа, и объем трейдинга на многих из этих бирж настолько низок, что его влияние на экономику минимально. Региональная интеграция до настоящего момента лишь частично обеспечивала углубление рынков. Тем не менее имеются положительные примеры, и в некоторых малых странах (Хорватии и Иордании) существуют относительно развитые рынки, которые приносят многочисленные выгоды.

Почему финансовые рынки в малых странах недостаточно развиты? Многие малые страны имеют внутренние пре-



Служащий отмечает цены на фондовой бирже в Мбабане, Свазиленд.

пятствия, которые в большинстве своем неподконтрольны директивным органам. Банки являются стержнем рыночного развития, так как они являются главными участниками большинства финансовых рынков. Однако в малых странах банковский сектор невелик и неконкурентоспособен: среднее число банков составляет шесть и, как правило, банковский сектор состоит из еще меньшего числа банков. Недостаточно диверсифицированная рыночная экономика также ограничивает возможности для передачи риска. Современная инфраструктура и развитое регулирование могут не окупать себя, учитывая малые масштабы экономики. Еще одним внутренним препятствием является низкое число и малый размер компаний.

Меры экономической политики могут помочь преодолеть эти препятствия развитию рынка. Избыточная ликвидность в банковском секторе, которая переносит центр тяжести денежного рынка на сторону продажи для всех банков, и долларизация, которая сокращает масштабы финансовых операций в национальной валюте, могут преодолеваются при помощи соответствующих мер политики, осуществляемых в течение длительного времени. Институциональные ограничения, такие как ограниченное число участников финансового рынка, и слабая практика раскрытия финансовой информации, могут ослабляться в среднесрочной перспективе. Развитие рынка может затрудняться и жесткостью политики в условиях прямого контроля властей, а также недостатком политической воли и наличием групп особых интересов, которым развитие рынка было бы невыгодно.

### Какие страны являются малыми?

Малые страны определяются здесь как страны, у которых ВВП и ВВП на душу населения ниже определенного порогового значения, что может рассматриваться как ограничение для потенциального развития их финансовых рынков. Обзор основной информации о финансовых рынках позволяет предположить, что большинство стран, ВВП которых ниже порогового значения в 40 млрд долларов США, а ВВП на душу населения — ниже 10 000 долларов США, имеют относительно слаборазвитые финансовые рынки и во многих случаях вообще не имеют рынков.

На долю малых стран приходится 2 процента мирового ВВП; их общая численность населения составляет 960 млн человек, или 15 процентов общей численности мирового населения. Малые страны охватывают широкий круг стран. В ряде малых стран имеются отдельные развитые рынки, и они либо входят в группу стран с формирующимся рынком, либо имеют возможность для этого. На другом краю спектра находится 36 малых стран с населением менее 1 млн человек, что указывает на труднодостижимость экономии на масштабе.

### Что срабатывает, а что — нет

Каким образом малые страны могут извлечь пользу из содействия развитию финансовых рынков? Многие можно уяснить на основе опыта отдельных стран, межстрановых сопоставлений и работы, проделанной в МВФ и других организациях.

По мере углубления рынка основные движущие силы развития **валютного рынка** смещаются от центрального банка и правительства к участникам рынка. На ранних этапах правительство устраняет препятствия, такие как требования об обязательной продаже валютной выручки и жесткие меры контроля за капиталом (Уганда). Следующий шаг состоит в переориентации роли центрального банка с ограничения рынка на поддержку рынка, как в бывшей югославской республике Македонии. Это влечет за собой уменьшение прямого контроля центрального банка за рыночными потоками, создание благоприятствующего развитию рынка механизма торговли, полную передачу функции маркет-мейкера рынку и создание условий для рыночных валютных операций. Последняя стадия представляет собой изменение, определяемое рынком, а роль властей в основном ограничивается пруденциальной поддержкой (Сербия).

Развитие **денежных рынков и рынков государственных ценных бумаг** должно осуществляться совместно, так как банки, как правило, доминируют на обоих этих рынках, они обычно поддерживаются одной и той же инфраструктурой и имеют общую роль в денежно-кредитной политике и операциях. В центре внимания политики на стадии первоначального развития рынка, которая связана в основном с межбанковскими депозитами, обычно находятся государственные меры по устранению препятствий и развитию банковской системы, как в Ботсване. После начала регулярных торгов ценными бумагами центральный банк в тесном сотрудничестве с органами государственного управления и участниками рынка может способствовать развитию, перейдя к проведению поддерживающих рынок денежно-кредитных операций (Тунис), таких как РЕПО, и поддерживающему рынок бюджетному финансированию, например, регулируемым рынком аукционных казначейских векселей (Сербия). Сами участники рынка принимают ведущую роль в работе официальных и развитых рынков, а государственные учреждения предпринимают совместные действия по обеспечению системной стабильности.

**Рынки акций несколько** отличаются от других основных финансовых рынков в том, что сами участники рынка играют более значительную ведущую роль, а меры государственной политики охватывают более широкий диапазон. Для малых стран, не имеющих активной фондовой биржи, основная проблема заключается в создании альтернативных источников корпоративного финансирования. По мере формирования регулярных торгов меры политики должны ориентироваться на организации и базовое корпоративное управление, как в Маврикии, Кении и Хорватии. Наконец, в развитии емких и активных вторичных рынков ведущую роль играют сами участники рынка, а различные государственные учреждения занимаются улучшением представления информации и содействием рыночной стабильности (Иордания, Шри-Ланка и Ямайка).

**Региональная интеграция** несет в себе возможность для преодоления некоторых препятствий развитию рынка путем снижения отрицательных эффектов от увеличения масштаба, но накопленный до настоящего момента опыт был неоднозначным. Представляется, что общими предпосылками для успешной интеграции являются региональные экономические и политические связи, развитый и интегрированный банковский сектор, уже существующие внутренние рынки и политическая поддержка для преодоления особых интересов. В общем случае региональная интеграция должна дополнять

внутренние рынки, а не заменять их. Успешная региональная интеграция в большинстве случаев определялась рынком и включала рынки акций (государства Балтии). Государственное вмешательство может быть эффективным в тех случаях, когда интересы отдельных участников рынка вступают в конфликт с рыночной интеграцией. Присоединение к существующему региональному рынку, который уже реализовал необходимые эффекты экономии от увеличения масштаба, может быть более целесообразным, чем попытка интегрировать небольшие рынки разных стран.

### Полученные уроки

Главнейший урок заключается в том, что политика развития рынка должна быть реалистической и соответствовать зачастую весьма своеобразным условиям малых стран. Эффективное проведение такой политики может включать три элемента. Во-первых, жизнеспособным должен считаться более активный рынок, то есть должно существовать достаточное количество участников для формирования обеих сторон рынка на постоянной основе. Во-вторых, следует полагать, что общие выгоды от реализуемого развития рынка в долгосрочной перспективе перевешивают издержки для государственного сектора. Для многих малых стран альтернативные издержки, связанные с затратами дефицитных государственных финансовых и человеческих ресурсов на развитие, могут быть высокими. Наконец, при разработке политики необходимо полностью учитывать любые потенциальные последствия более активного для системной финансовой стабильности.

Что можно сказать об альтернативах финансовым рынкам, если потенциал развития является ограниченным или сопряжен с риском? Полноценное использование возможностей банковского сектора может помочь компенсировать отсутствие развитых рынков. Например, банки могут предлагать денежные средства и валютные продукты для оказания корпорациям содействия в регулировании ликвидности. Меры государственной политики, способствующие рыночному банковскому кредитованию, могут компенсировать недостаток финансирования за счет акционерного капитала. Состоятельные физические лица и небольшие группы специализированных инвесторов являются альтернативными источниками корпоративного финансирования, которому могут способствовать меры государственной политики.

Наконец, должны ли текущие финансовые потрясения заставлять пересмотреть роль финансовых рынков в малых странах? Представляется, что до сих пор влияние стресса на глобальных рынках, которые функционируют посредством финансовых связей, было умеренным, в основном благодаря относительно небольшой роли потоков частного капитала в эти страны. Кроме того, финансовые организации в небольших странах не покупали токсичные активы, которые были одной из причин стресса в странах с развитой экономикой и многих странах с формирующимся рынком. Поэтому представляется, что текущие проблемы в странах с развитой экономикой и многих странах с формирующимся рынком не изменяют общие аргументы в пользу развития рынков и малых странах. Малым странам, вероятно лучше всего придерживаться базовых подходов и максимально использовать свой собственный рыночный потенциал. ■

*Марк Стоун — заместитель начальника отдела, а Сейичи Шимицу — старший экономист в Департаменте денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ.*

*Настоящая статья основана на документе “Developing Essential Financial Markets in Smaller Economies: Stylized Facts and Policy Options”, IMF Occasional Paper 265 (Washington, 2009).*